

Mittlerweile fest verankert im institutionellen Portfolio

Beim **dpn-Roundtable „Private Markets“** diskutierten **Peter Dombeck**, Geschäftsführender Gesellschafter, Novovest Asset Consulting, **Frank Dornseifer**, Geschäftsführer, Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI), **Andreas Reichel**, stellvertretender Abteilungsleiter Wertpapiere, Nordrheinische Ärzteversorgung, **Jörg Schomburg**, Head of Sales Alternatives Germany & Austria, AXA IM, und **Alex Widmer**, Leiter Sales EMEA, Real Assets, BlackRock, über die zunehmend zentrale Rolle von Private-Markets-Anlagen im Portfolio eines institutionellen Investors. Das Roundtable-Gespräch moderierten **Michael Lennert**, Chefredakteur dpn, und **Antje Schiffler**, Redakteurin dpn.

SPONSOREN


BlackRock



PETER DOMBECK
GESCHÄFTSFÜHRENDER GESELLSCHAFTER,
NOVOVEST ASSET CONSULTING

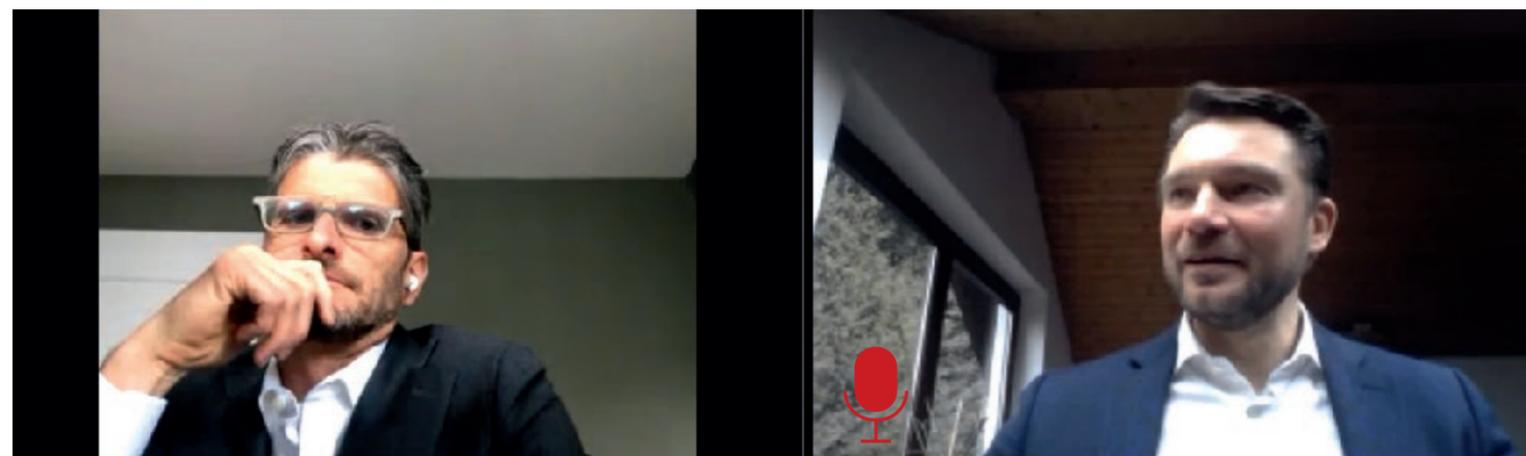
Für Peter Dombeck, den Geschäftsführer der Novovest Asset Consulting, besteht bei der Implementierung der Private Markets ins Portfolio ein wichtiger Punkt darin, die Programme über die Zeit und den Investitionszyklus hinweg stetig zu etablieren und zu integrieren, um mindestens eine gleichbleibende Allokation und einen guten Mittelwert zum Einstieg zu haben.

Sehr geehrte Damen und Herren, herzlich willkommen zum dpn-Roundtable „Private Markets“. Herr Dornseifer, fangen wir mit Ihnen an. Sie sind Geschäftsführer des Bundesverbandes Alternative Investments und haben sich in Ihrem aktuellen „BAI Alternative Investor Survey“ unter anderem intensiv dem Thema „Private Markets“ gewidmet. Welche Asset-Klassen umfassen Ihrer Ansicht nach alles die Private Markets?

Frank Dornseifer: Wir haben versucht, Private Markets als Teil der alternativen Investments im Hinblick auf Parameter wie die Kapitalstruktur oder die unterliegenden Assets zu segmentieren, und kamen dabei zu folgenden Ergebnissen: Private Markets umfassen für uns grob skizziert im Bereich der Corporates die Sektoren Private Debt, Private Equity und Venture Capital. Wir zählen zu den Private Markets daneben diverse Segmente aus dem Bereich Real Estate, den Bereich Infrastruktur sowie andere Real Assets wie etwa Aviation und Shipping. Und natürlich gibt es bei den Private Markets sogenannte Specialities. Zu denen zählen wir beispielsweise Insurance Linked Securities. Hauptcharakteristika der Private Markets sind für uns zum einen die überwiegende Illiquidität dieser Anlageklassen und zum anderen, dass es typischerweise keinen Börsenhandel gibt. Allerdings werden diese Charakteristika aktuell durch den sich ausbreitenden Einsatz der Blockchain-Technologie aufgebrochen; mit der Tokenisierung zum Beispiel im Immobilienbereich verändert sich nämlich auch die Handelbarkeit.

Vielen Dank, Herr Dornseifer. Herr Reichel, Sie sind der Investor in dieser Runde. Was für eine Rolle spielen die Private Markets in Ihrem Portfolio?

Andreas Reichel: Die Private Markets spielen in unserem Portfolio eine zunehmend zentrale Rolle, wobei ich hierbei das Thema „Real Estate“ ausklammere, da wir dieses Segment in erster Linie nicht als Private Market definieren. Zur Historie: Bei den Private Markets hatten wir als Erstes angefangen in Infrastruktur zu



investieren, und dort hauptsächlich im Infrastruktur-Equity-Bereich in erneuerbare Energien. Im Zuge dessen ist für uns im Jahr 2015 das Thema „Private Equity“ in den Fokus gerückt. Mittlerweile sind wir im sechsten Jahr in Private Equity investiert, was gleichzeitig auch bedeutet, dass wir diesen Bestand fortlaufend ausbauen und den geplanten Zielportfolioanteil in zwei bis drei Jahren erreichen werden. Um Ihnen ein paar Größenordnungen zu nennen: Im Infrastrukturbereich liegen wir derzeit ungefähr bei circa 6 Prozent Portfolioanteil, bei Private Equity sind es ebenfalls rund 6 Prozent. Hier gehen wir sicherlich in die Richtung von 8 bis 9 Prozent. Als dritten Bereich haben wir für uns das Thema „Private Debt“ ausgewählt. Hierin sind wir seit dem Jahr 2018 investiert und liegen aktuell bei circa 3 Prozent Portfolioanteil. Bei den Private Markets haben wir für uns insbesondere den Bereich Corporates ausgesucht und sehen diese Anlageklasse als Surrogat für die klassische Rentenanlage, von der wir historisch sehr stark kommen.

Herr Dombeck, Sie sind Consultant und führen zahlreiche Gespräche mit institutionellen Investoren. Welche Erfahrungen machen Sie in Bezug auf das Anlagethema „Private Markets“? Und verspüren Sie derzeit eine erhöhte Nachfrage nach dieser Anlageklasse?

Peter Dombeck: Eindeutig. Auch wir spüren in den Gesprächen mit den

Großanlegern einen wachsenden Drang, den Portfolioanteil der illiquiden Asset-Klassen sukzessive auszubauen. Letztendlich sehe ich einen gewissen Push- und Pull-Effekt bei den institutionellen Anlegern. Einerseits treibt diese die Not an, eine ausreichend hohe Rendite sowie einen zufriedenstellenden Rechnungszins zu erwirtschaften, Stichwort Dauer-Niedrigzinsumfeld. Andererseits machen die Bemühungen der institutionellen Investoren natürlich absoluten Sinn, die Diversifikation in den Portfolios weiter auszubauen und das Portfolio um weitere Asset-Klassen sukzessive zu erweitern. Und last, but not least muss man natürlich auch sagen, dass insbesondere die Solvency-II-Regulierung klassische Risikoträger wie Aktien für regulierte institutionelle Kunden deutlich unattraktiver gemacht hat. Hier können beispielsweise ausgesuchte Strategien und Produkte im Private-Markets-Bereich bei vergleichbaren Chance-Rendite-Verhältnissen einen attraktiven Mehrwert liefern.

Herr Schomburg, stimmen Sie dem bei?

Jörg Schomburg: Ich kann meinen Vordnern definitiv zustimmen. Das Niedrigzinsumfeld sowie Diversifikation sind natürlich wichtige Argumente. Gleichwohl sollten sich die institutionellen Investoren daneben noch weitere Fragen stellen wie: Warum sollen langfristig orientierte Anleger auf die Hälfte des Credit-Marktes



„Auch wir spüren mit den Großanlegern einen wachsenden Drang, den Portfolioanteil der illiquiden Asset-Klassen sukzessive auszubauen.“

PETER DOMBECK



verzichten? Der globale Credit-Markt umfasst ein Universum von rund 37 Billionen US-Dollar. Davon machen die traditionellen Bond-Märkte – dazu zähle ich auch High-Yield- und Emerging-Markets-Anleihen –, ungefähr die Hälfte aus. Doch was ist mit der anderen Hälfte? Warum nicht Liquiditäts- und Komplexitätsprämien für sich nutzen? Der Zugang zu diesen Asset-Klassen kann eine sinnvolle Ergänzung im Portfolio sein. Wir bei AXA IM und auch die AXA Gruppe beantworten diese Frage mit einem eindeutigen: Ja.

Haben Sie hierbei spezielle Private-Markets-Asset-Klassen im Sinn?

Schomburg: Die Frage beantworte ich gerne. Kurzer Schritt zurück, damit Sie unsere Philosophie besser verstehen. Wir haben im letzten Jahr AXA IM Alts gegründet, also Ressourcen gebündelt. So können wir weltweit lokal vor Ort sein und haben durch unsere Größe mit AUM von über 150 Milliarden Euro Vorteile beim Sourcing in intransparenten Märkten. Letztendlich fußt die Expertise von AXA IM Alts auf vier Standbeinen: Immobilien, Private Debt und Alternative Credit, Infrastruktur und Private Equity sowie Hedgefonds. Spannend finde ich die Themen Development, also die Frage der Büros und des Wohnens der Zukunft, Life Science, Regulatory-Capital-Transaktionen sowie Impact Private Equity. Bei Versicherungen sehen wir Nachfrage bei Infrastruktur, CRE Loans,

„Ich bin der Überzeugung, dass in drei Jahren der Anteil der alternativen Investments am Gesamtportfolio bei einem typischen Investor auf jeden Fall 25 Prozent betragen wird.“

FRANK DORNSEIFER

Dutch Mortgages sowie Revolving Credit Facilities.

Herr Reichel, müssen Sie im Moment auf etwas verzichten oder sind Sie bereits ausreichend gut diversifiziert und investiert?

Reichel: Es ist sicher so, dass viele institutionelle Investoren, gerade im angelsächsischen Raum, die Kapitalmarktiefe und auch -breite der Private Markets schon viel länger intensiver nutzen als etwa europäische Investoren. Aber ich glaube auch, dass uns die Private Markets zukünftig, insbesondere als deutsche institutionelle Investoren, intensiv weiter begleiten werden. In welcher Konstellation, Spezialisierung und Ausgewogenheit auch immer. Beispielsweise ist für uns im Moment ein großes Thema, wie sich die Beimischung von Satellitenthemen aus den Private Market auf die vorhandenen Portfolios auswirkt.

Herr Widmer, Sie kommen von BlackRock, einem internationalen Haus mit US-Hintergrund. Sind die US-Amerikaner bei der Beimischung von alternativen Anlagethemen weiter als die Europäer?

Alex Widmer: Es ist immer schwierig, ein pauschales Urteil abzugeben. Tendenziell stimme ich mit der Aussage von Herrn Reichel überein, dass angelsächsische Investoren früher den Zugang zu den Privatmarkt-Allokationen gesucht haben. Mittlerweile, und das ist das Ergebnis di-

verser Gespräche, ist der Privatmarkt auch ein integrierter Bestandteil der Portfolioallokation von europäischen Investoren geworden. Seien das jetzt Versorgungswerke, Pensionskassen oder auch Versicherungen. Wenn ich noch etwas ergänzen darf, was vorher hinsichtlich der Breite des Investment-Universums gesagt wurde. Auch wir haben untersucht, wie sich das Verhältnis von gelisteten zu ungelisteten Firmen in der Vergangenheit entwickelt hat, und kamen dabei zu folgenden Ergebnissen: Auf der Equity-Seite beispielsweise sind weltweit über die letzten 20 Jahre mittlerweile etwa 40 Prozent der Unternehmen nicht mehr gelistet, sondern befinden sich in privaten Händen. In Europa liegt diese Zahl bei rund 12 Prozent. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Shift weg von den Listed-Märkten hin zu den Privatmärkten fortsetzen wird und die Privatmärkte doppelt so schnell wachsen werden wie die Listed-Märkte. Für den Investor bedeutet dies wiederum: Wird der Zugang zu den Privatmärkten negiert, fehlt ein sehr beachtliches Teilelement im potenziellen Investment-Universum.

Sehen Sie weitere Entwicklungen bei den einzelnen Private-Markets-Bereichen?

Widmer: Bei Private Debt beispielsweise sehen wir, dass sich etliche Banken regulatorisch bedingt aus Bereichen des Lending-Geschäfts zunehmend zurückziehen. Mit der Konsequenz, dass sie damit den Markt für Asset Manager öffnen und ihnen die Möglichkeit geben, den Mittelstand vor allem bei Wachstumsfinanzierungen weiter unterstützen zu können. Zudem stimme ich Herrn Schomburg zu. Eine Asset-Klasse, die wir bis jetzt noch nicht angesprochen haben, ist Infrastruktur. Auch für BlackRock ist Infrastruktur, neben Private Debt, die im Moment am schnellsten wachsende Anlageklasse. Summa summarum verzeichnen auch wir eine stetige Zunahme der Privatmarkt-Allokationen bei unseren Investoren. Dies führt uns wiederum zu einer für uns entscheidenden Fragestellung: Wie integriere ich den Private-Markets-Anteil im Gesamtportfolio und welchen Beitrag soll dieser im



FRANK DORNSEIFER
GESCHÄFTSFÜHRER, BUNDESVERBAND
ALTERNATIVE INVESTMENTS E.V. (BAI)

Frank Dornseifer, der Geschäftsführer des BAI, sieht zunehmend internationale Manager, die ihr Alternative-Anlagen-Geschäft in Deutschland auf- beziehungsweise ausbauen. Nicht nur aus den USA, sondern auch aus Asien. Mit der Folge, dass deutsche Investoren zukünftig noch weltumspannender investieren werden mit allen Herausforderungen.

Gesamtportfolio leisten? Aber vielleicht kommen wir hierauf später noch intensiver zu sprechen.

Kommen wir. Herr Dornseifer, gibt es weitere Ergebnisse aus Ihrem „BAI Alternative Investor Survey“, die für uns relevant sind?

Dornseifer: Auch wir können bestätigen, dass Private-Markets-Strategien bei deutschen institutionellen Investoren mittlerweile fest verankert sind. Und auch das wurde in unserem „Investor Survey“ eindrucksvoll bestätigt. Erlauben Sie vorab noch kurz den Hinweis, dass an unserer Studie rund 80 Großanleger teilgenommen



ANDREAS REICHEL
STELLVERTRETENDER ABTEILUNGSDIREKTOR
WERTPAPIERE, NORDRHEINISCHE
ÄRZTEVERSORGUNG

Für Andreas Reichel, stellvertretender Abteilungsdirektor Wertpapiere von der Nordrheinischen Ärzteversorgung, besteht das Problem oder die Herausforderung bei den Private Markets tatsächlich darin, eine langfristige Strategie zu finden und nicht in Ungeduld zu verfallen, was die Investitionsquoten anbelangt.

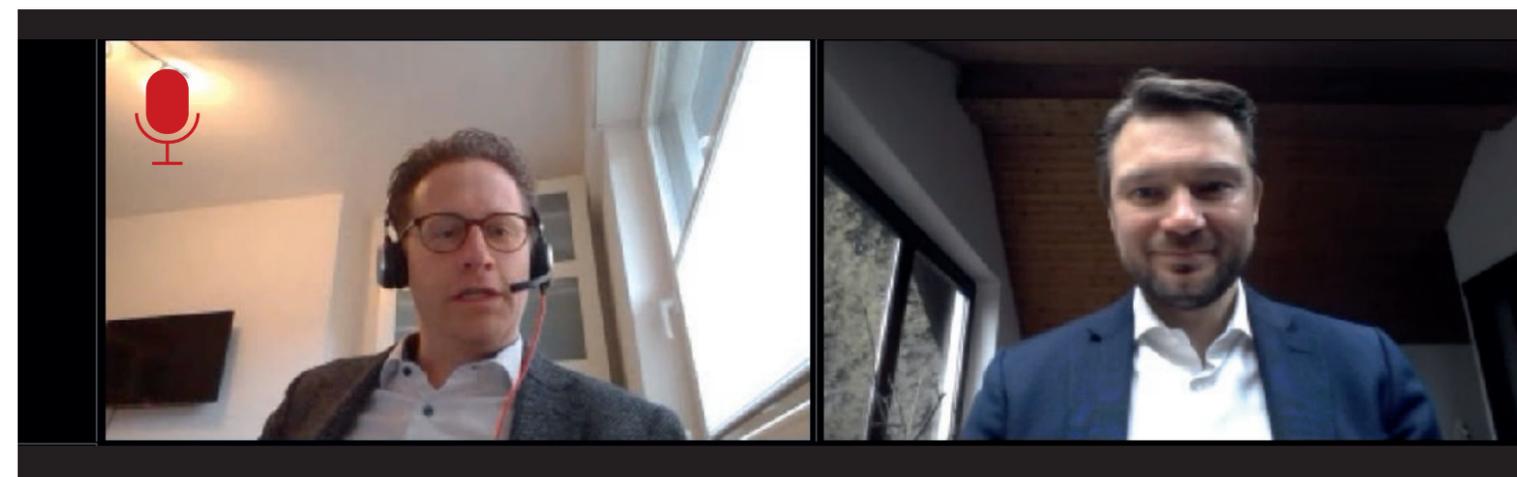
haben, die zusammen rund 1,3 Billionen Euro Assets unter Management verwalten. Die Studie ist insofern auf jeden Fall repräsentativ. Nun aber zu den Fakten: Abgefragt haben wir natürlich auch, wie viele der Investoren bereits in Private-Markets-Anlagen investieren. Hier führen Real-Estate-Investments die Liste klar an und 86 Prozent aller befragten Investoren haben Real-Estate-Anlagen bereits im Portfolio. Das ist insofern keine Überraschung, allerdings ändern sich Zugangswege und

Investitionsstrategien auch in diesem Bereich, wie wir in unserer neuen Informationsbroschüre zu Real Estate aufzeigen. Eine deutliche Dynamik zeigt sich zudem auch bei anderen Private-Markets-Strategien. So investieren bereits drei Viertel der Teilnehmer in Infrastruktur-Equity und ebenso in Private Equity. Neben der Anzahl der Investoren hat uns natürlich auch die Anlagequote interessiert und hier zeigt sich ebenso, dass Private-Markets-Anlagen mittlerweile fester Portfoliobestandteil sind mit immerhin 4 bis 5 Prozent bei Private Equity oder Infrastruktur. Bei diesen Asset-Klassen sind zudem die geplanten Zuwachsraten in den nächsten Jahren beträchtlich. Was daneben auch sehr interessant ist, ist der Umstand, dass sich die Bereiche Infrastructure Debt sowie Private Debt in relativ kurzer Zeit rasch etablieren konnten und es gleichzeitig auch eine hohe Bereitschaft gibt, diese Allokationen weiter auszubauen. Das sind alles sehr wichtige Signale für uns.

Herr Widmer sprach den Punkt vorher schon an. Auf welche Punkte muss ein Investor bei der Integration des Private-Markets-Anteils ins Portfolio besonders achten?

Dombeck: Ein wichtiger Punkt besteht darin, die Programme über die Zeit und den Investitionszyklus hinweg stetig zu etablieren und zu integrieren, um mindestens eine gleichbleibende Allokation und einen guten Mittelwert zum Einstieg zu haben. Wir wissen ja nicht immer exakt, wann diese illiquideren und deswegen auch schwerer zu bewertenden Asset-Klassen besonders günstig und wann diese besonders teuer sind. Deswegen ist es auch von entscheidender Wichtigkeit, eine strategische Quote zu definieren, die permanent bespielt wird. Was sich natürlich immer ändern kann im Zeitablauf, ist die relative Attraktivität der Asset-Klassen. Auch dies gilt es im Auge zu behalten und gegebenenfalls sollte man reagieren.

Reichel: Das Problem bei den Private Markets oder die Herausforderung liegt tatsächlich darin, eine langfristige Strategie zu finden und nicht in Ungeduld zu verfal-



len, was die Investitionsquoten anbelangt, Stichwort: Diversifikation nach Vintage sowie die kontinuierliche Abgabe von Commitments über den Zeitraum hinweg, da man diese taktische Komponente, wie man diese aus dem liquiden Bereich kennt, hier so nicht nutzen kann. Vielleicht noch als Ergänzung: Natürlich versuchen auch wir, wo es möglich ist, den Managern eine relativ breite oder eine flexible Anlagestrategie zu geben. Das heißt, sollte sich unter Relative-Value-Aspekten die Attraktivität eines Sektors verschieben, stellen wir den Managern unter Portfoliogesichtspunkten Möglichkeiten zur Verfügung, darauf flexibel reagieren zu können. Beispielsweise gab es im März oder April des vergangenen Jahres durchaus taktische Chancen, die ein Manager nutzen konnte, sei es bei Private Equity im Sekundärmarkt oder bei Private-Debt-Anlagen im Syndicated-Loan-Bereich.

Widmer: Es ist sicherlich nicht die richtige Strategie, im Privatmarktbereich zu versuchen, den Markt zu timen. Gleichwohl ist es wichtig, über die strategische Definition der Zielallokationen und die Flexibilität der Manager die NAVs in den verschiedenen Anlageklassen zu erreichen. Dabei ist es auch von zentraler Bedeutung zu beachten, wie sich das gesamte Investitionsbuch und die gesamte Bilanz des einzelnen Investors verändern. Oder zu debattieren, ob es möglich ist, über das Bilanzwachstum



„Natürlich versuchen auch wir, wo es möglich ist, den Managern eine relativ breite oder eine flexible Anlagestrategie zu geben.“

ANDREAS REICHEL

des Unternehmens die Investitionsquoten über Zeit hochzufahren. Ein reifes Private-Markets-Portfolio zeichnet sich beispielsweise auch dadurch aus, dass man die neuen Commitments über die Rückflüsse der alten Commitments finanzieren kann und dass nicht laufend frisches Kapital in den Anlageklassen realloziert werden muss. Aber dies bedingt eben einen langen Atem sowie eine lange Frist im Auge zu haben. Das gilt speziell für Investoren, die neu in die Anlageklasse einsteigen und die anfängliche J-Curve aushalten müssen.

Dombeck: Deswegen ist es bei Private-Markets-Anlagen auch immens wichtig, den richtigen Investmentmanager zu finden. Man muss sich vielleicht sogar noch viel mehr Mühe geben als bei der Auswahl eines geeigneten Partners auf der liquiden Seite. Da fast alle Investoren heutzutage eine Master-KVG haben, kann man die jeweiligen Manager in den liquiden Vermögensklassen – übertrieben gesagt – von heute auf morgen feuern und ein paar Tage später einen neuen Manager installieren. Das wird selten gemacht, ist aber zumindest theoretisch möglich. Das ist bei den Private Markets nicht der Fall. Nach dem Motto: Drum prüfe, wer sich ewig bindet oder zumindest längerfristig bindet, ob sich nicht noch was Besseres findet. Damit sind wir auch bei den Parametern, auf die wir bei der Auswahl eines geeigneten Kandidaten großen



„Der Track Record ist wichtig, aber immer im Zusammenhang mit der Qualität der Titel im Portfolio.“

JÖRG SCHOMBURG

Wert legen, sprich, genau die Werttreiber und die Sollbruchstellen, die ein Investment-Haus, ein Team und eine Strategie aufweisen, zu erfassen, zu analysieren und zu bewerten, um diese dann letztendlich mit den Bedürfnissen des institutionellen Kunden zu matchen und in Einklang zu bringen.

Das ist ein interessantes Thema. Wir haben ja zwei Asset Manager am Tisch sitzen, Herrn Schomburg und Herrn Widmer. Welche Fragen würden Sie denn stellen, um die Sollbruchstellen und Werttreiber des jeweiligen Asset Managers herauszufinden?

Dombeck: Wir gehen diesbezüglich nach einer Art Trichterverfahren vor, da wir zuerst möglichst viele Asset Manager erfassen wollen, die im Markt tätig sind. Bei uns geht das in der Regel über ein mindestens zweistufiges, manchmal sogar dreistufiges Verfahren, bei dem wir zuerst Basisinformationen abfragen wie beispielsweise, ob das Produkt überhaupt für deutsche Kunden erwerbbar ist oder ob eine deutschsprachige Betreuung ermög-

licht werden kann. Hier können schon mal einige Anbieter wegfallen. Danach steigen wir in die Kernkategorien ein und analysieren zum Beispiel die Teams, die Team-Stabilität oder versuchen, die Team-Historie zu verstehen. Das Gleiche gilt für die Analyse der Investment-Philosophie oder das Verstehen der Investment-Prozesse sowie die Beurteilung der Vorgängerfonds. Oder wir erfassen beispielsweise im Private-Debt-Bereich Ausfall- und Recovery Rates bei Vorgängerfonds, die Performance-Qualität des Anbieters insgesamt sowie die Struktur des Produktes an sich. Das können in der Feinanalyse schon mal 150 Seiten Fragebogen sein. Das ist eine Menge Arbeit in der Auswertung. Aber ich glaube, das ist, wenn man sich sehr langfristig an einen Partner bindet, auch eine sehr notwendige Arbeit.

Herr Schomburg, haben Sie Antworten auf derartige Fragen?

Schomburg: Wir haben gute Antworten auf diese Fragen. Diese sind wichtig und gehören zu einem professionellen Due-

Diligence-Prozess. Übrigens haben die Themen Erwerbbarkeit und Eigenkapitalunterlegung nicht nur in Searches wie von Herrn Dombeck eine hohe Bedeutung, sondern kommen auch in Kundengesprächen sehr früh vor. Dies gilt auch für die deutschsprachige Betreuung. Hier haben wir den Vorteil, dass wir seit über 20 Jahren in Deutschland vor Ort sind. Meines Erachtens sind bei der Manager-Selektion weitere Punkte relevant. Wenn man in die Private Markets investiert, setzt man sich als Investor, aber auch als Asset Manager besonders intensiv mit den Themen Illiquidität sowie Komplexität auseinander. Zentrale Frage dabei: Wie schafft es der Asset Manager, für den Kunden eine angemessene Komplexitäts- sowie Illiquiditätsprämie zu erwirtschaften? Dazu sind genügend Ressourcen zur Analyse der Investments nötig sowie stabile Teams, die über genügend lange Erfahrungen verfügen und nicht nur Bull-Märkte kennen. Der Track Record ist wichtig, aber immer im Zusammenhang mit der Qualität der Titel im Portfolio.

Widmer: Wir sehen in diesem Zusammenhang gleichzeitig derzeit verstärkt die Tendenz der Investoren, sich auf wenige große und erfolgreiche Manager zu konzentrieren, mit denen man in der Vergangenheit gute Erfahrungen gemacht hat. Das führt dann tendenziell auch eher zu größeren Commitments und gibt dem Investor die Möglichkeit, mit den einzelnen Managern stärker und enger zu interagieren sowie von den Erfahrungen des Managers zu profitieren. Last, but not least natürlich dann auch auf der Fee-Seite einen entsprechend hohen Hebel zu haben.

Dombeck: Wenn Sie das lediglich auf die Größe beziehen, muss ich leider etwas widersprechen. Größe kann auch träge machen. Das haben wir in unseren Analysen auch schon gesehen. Deswegen würden wir durchaus sagen, Investoren sollten ruhig ergebnisoffen ohne Scheuklappen rangehen. Es gibt sehr gute große Anbieter. Es gibt aber auch sehr gute Boutique-Anbieter, die auch entsprechend gute Ergebnisse realisieren.



JÖRG SCHOMBURG
HEAD OF SALES ALTERNATIVES GERMANY & AUSTRIA, AXA IM

Für Jörg Schomburg, Head of Sales Alternatives Germany & Austria bei AXA IM, setzt man sich, wenn man in Private Markets investiert, als Investor, aber auch als Asset Manager besonders intensiv mit den Themen Illiquidität sowie Komplexität auseinander. Zentrale Frage dabei: Wie schafft es der Asset Manager, für den Kunden eine angemessene Komplexitäts- sowie Illiquiditätsprämie zu erwirtschaften?

Dornseifer: Lassen Sie mich hier noch etwas zu den Aspekten Integration von und Allokation in Private-Markets-Strategien ergänzen, auch im regulatorischen Kontext. Die Regulatorik ist hier alles andere als trivial und muss schon im Screening- und Due-Diligence-Prozess beachtet werden. Besonders hervorheben möchte ich etwa die Themen Durchschau, Transparenz und Reporting. Egal ob Solvency-II, CRR- oder VAG-Investor, Transparenz gilt auch im Bereich Private Markets, auch losgelöst von der Optimierung der Eigenmittelunterlegung beziehungsweise der Risikogewichtung. Und jetzt kommt auch noch



ALEX WIDMER
LEITER SALES EMEA, REAL ASSETS,
BLACKROCK

Für Alex Widmer, Leiter Sales EMEA, Real Assets bei BlackRock, sucht der amerikanische oder der nordamerikanische Investor, beim Vergleich des „europäischen Investors“ mit dem „amerikanischen Investor“, eher den Total Return, er ist an der Gesamrendite interessiert und trachtet nach einem Mehrwert im Exit, während der europäische Investor im aktuellen Marktumfeld weiter der laufenden Cash-Dividende eine starke Gewichtung beimisst.

das Thema ESG on top. Die Offenlegungsverordnung, die seit dem 10. März gilt, gerade auch in Verbindung mit der Taxonomie-Verordnung, verlangt Asset Managern und Asset Ownern einiges ab in puncto Datenerhebung, Datennessung und -verarbeitung und dann natürlich auch bei der Offenlegung. Es hat mich daher auch mit Blick auf unseren „Investor Survey“ überhaupt nicht verwundert, dass genau dieser Aspekt die größten Sorgenfalten bereitet. Der Weg hin zu einer nachhaltigeren (Finanz-) Wirtschaft ist alles andere als einfach und die Diskussionen über die technischen Durchführungsstandards sind noch lange nicht beendet.

Herr Reichel, arbeiten Sie mit Consultants zusammen?

Reichel: Sehr häufig arbeiten wir im Rahmen eines strukturierten Auswahlprozesses mit Consultants zusammen. So haben wir uns sowohl im Private-Equity- als auch im Private-Debt-Bereich mit Hilfe unterschiedlicher Consultants für die Vergabe von Advisory-Mandaten entschieden. Ziel dieses Vorgehens war es letztendlich auch, für uns eine Art Wissenstransfer herzustellen sowie eine interne Expertise aufzubauen. Das Ganze ist natürlich auch eine Frage der hauseigenen Ressourcen. Zudem versuchen wir uns selbst nicht zu überschätzen. Des Weiteren erhalten die Themen ESG und Impact Investing eine zunehmende Bedeutung. Wir achten auch bei den Private-Markets-Anlagen zunehmend darauf, dass ESG-Kriterien in den Investitionsprozessen der Manager berücksichtigt und umgesetzt werden. Wir haben beispielsweise gerade einen Auswahlprozess abgeschlossen, da hat ein Asset Manager das Thema ESG in keiner Weise berücksichtigt. Da war für uns sehr schnell klar, dass wir eine konkretere Zusammenarbeit mit diesem Asset Manager nicht weiterverfolgen können und wollen. Ich nenne Ihnen ein weiteres Beispiel. Wir verspüren, dass seitens der Politik bei Infrastruktur-Investments institutionelles Geld benötigt und auch gesucht wird, Stichwort 5 Prozent Infrastrukturquote, die bei uns mit der Landesaufsicht gerade diskutiert wird. Das schafft für uns zusätzliche Räume unter Nachhaltigkeitsaspekten und wird als Thema von uns ganz klar adressiert und erkannt. Am Ende des Tages verwalten wir gleichwohl treuhänderisch Vermögen und müssen natürlich auch auf die Rendite achten. Das versuchen wir in Einklang zu bringen. Und ich glaube, das gelingt uns auch sehr gut.

Mit welchen Renditeerwartungen rechnen Sie bei Private-Markets-Anlagen?

Dornseifer: Die Spannbreite ist da natürlich gewaltig: Infrastruktur und Real Estate Debt liegen mit durchschnittlich 3 bis 5 Prozent am unteren Ende der Skala, klassisches PE mit durchschnittlichen Renditen mit durchaus 9

bis 12 Prozent am oberen Ende, Infrastruktur-Equity und Corporate Private Debt im Mittelfeld. Eine entscheidende Frage in unserem Survey diesbezüglich lautete natürlich – und da gab es in der momentanen Marktsituation durchaus Befürchtungen –, ob Private-Marktes-Strategien diese Renditeerwartungen generell, aber auch vor allem wegen Corona derzeit überhaupt erfüllen können. Das Gros der Investoren hat dies aber eher als kurzfristiges und nicht als langfristiges Problem angesehen, was auch meiner Einschätzung entspricht. Interessant wird es jetzt natürlich sein, ob wir – vor allem in Bezug auf nachhaltiges Investieren –, in der Lage sind, diese Renditen, die wir in der Vergangenheit gesehen haben, fortschreiben können.

Reichel: Grundsätzlich sind wir mit der Renditeentwicklung der Private-Markets-Anlagen, gerade auch in diesem Corona-Jahr, recht zufrieden. Was mir gleichwohl auffällt, ist, dass die Renditeerwartungen Deutschlands im Vergleich zu anderen Regionen in der Welt wie beispielsweise den USA sehr konservativ sind. Woran, denken Sie, liegt das?

Widmer: Bei der Analyse von Renditeerwartungszahlen sollte man stets vorsichtig sein. Nehmen wir das Beispiel Infrastruktur-Eigenkapital. Bei Infrastruktur-Eigenkapital kann man im Core-Bereich sehr defensiv investieren und eine Zielrendite zwischen 5 und 6 Prozent im Visier haben beziehungsweise darauf aus sein, stabile laufende Cashflows zu realisieren. Man kann aber auch Infrastruktur-Eigenkapital-Investments im Bereich Value Add ansiedeln und eine Rendite von über 10 Prozent im Blickfeld haben. Von daher stellt sich immer die Frage nach der Granularität der Anlage sowie danach, was der Investor mit der Allokation von Infrastruktur-Eigenkapital im Gesamtportfolio erreichen will. Wir stellen zudem fest, dass beim Vergleich des „europäischen Investors“ mit dem „amerikanischen Investor“, der amerikanische oder der nordamerikanische Investor eher den Total Return sucht, er ist an der Gesamrendite interessiert und trachtet nach einem Mehrwert im Exit, während der europäische Investor im aktuellen Marktumfeld weiter der laufenden Cash-Dividende eine starke Gewichtung beimisst. Also je nachdem, wie der Baustein ins Portfolio passt, sind die Renditeerwartungen anders.

Schomburg: Ich stimme Herrn Widmer zu. Was Sie für Infrastruktur-Investments beschrieben haben, gilt auch bei Immobilien. Für europäische Immobilien sehen wir Renditebandbreiten von circa 3 bis 4 Prozent im Core-Bereich sowie von über 15 Prozent im Development-Bereich. Der institutionelle Investor muss sich bei Private-Markets-Anlagen stets im Klaren sein, welche Aufgabe die Investments im Portfoliokontext haben und welche



„Bei der Analyse von Renditeerwartungszahlen sollte man stets vorsichtig sein. Also je nachdem, wie der Baustein ins Portfolio passt, sind die Renditeerwartungen anders.“

ALEX WIDMER



Risiken er bereit ist einzugehen. Und natürlich spielen Angebot und Nachfrage eine große Rolle. Leveraged Loans finden möglicherweise einfacher ihren Weg in institutionelle Portfolios als CLOs. Daraus ergeben sich Chancen. Interessant wird es, wenn die Markteintrittsbarrieren für Asset-Klassen hoch sind. Wir sehen dies bei Regulatory-Capital-Transaktionen gegeben. Ein Grund, warum die Renditen in dem Bereich seit geraumer Zeit stabil und aus meiner Sicht auskömmlich sind.

Wie werden sich Private-Markets-Anlagen in Zukunft entwickeln?

Dornseifer: Ich bin der Überzeugung, dass in drei Jahren der Anteil der alternativen Investments am Gesamtportfolio bei einem typischen Investor auf jeden Fall 25 Prozent



MICHAEL LENNERT
CHEFREDAKTEUR DPN



ANTJE SCHIFFLER
REDAKTEURIN DPN

MODERATOREN

betragen wird. Real Estate mit etwa 10 Prozent miteingerechnet. Diese Dynamik wird insbesondere von Private-Markets-Strategien getrieben. Wir sehen zudem zunehmend internationale Manager, die ihr Geschäft in Deutschland auf beziehungsweise ausbauen. Nicht nur aus den USA, sondern auch aus Asien. Mit der Folge, dass deutsche Investoren zukünftig noch weltumspannender investieren werden, mit allen Herausforderungen, aber auch besonderen Chancen, die damit verbunden sind. Dann wird sich auch zeigen, wie kompatibel die europäische ESG-Regulierung mit anderen – globalen – Standards ist. Da wird es noch viele Brüche geben. Das war und ist auch ein Kritikpunkt von uns. Wir fordern ein Alignment zum Beispiel mit den Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen und globalen Branchenstandards. Ohne diese Verzahnung, ohne die wechselseitige Anerkennung dieser Ansätze werden der europäischen Sustainable Finance Initiative schnell ihre Grenzen aufgezeigt beziehungsweise europäische Investoren deutlich in ihrem

Anlageuniversum eingeschränkt. Trotzdem wird und muss man versuchen, global zu investieren und global zu diversifizieren. Das ist auch eine Botschaft, die wir von vielen Investoren mitbekommen haben. Letztendlich wird auch die Corona-Krise vorbeigehen. Mit der Konsequenz, dass wir auch hier wieder zu einer gewissen Normalität beim Investieren kommen werden. Ich bin allerdings schon gespannt, über welche Herausforderungen wir im nächsten Jahr diskutieren werden.

Dombeck: Die Asset-Management-Industrie ist ja immer findig und innovativ. Deswegen fände ich es als letzten Punkt spannend zu beobachten, ob wir in den nächsten fünf Jahren, ähnlich wie im liquiden Bereich, mehr passive oder passivähnliche alternative Investment-Produkte sehen werden. Im Zuge dessen stellt sich zudem die Frage, wie sich Marge, Gebührendruck und Management-Fees bei Private-Markets-Anlagen weiterentwickeln werden. Wer weiß, vielleicht bleibt infolgedessen ja ein Tick mehr Rendite für den Investor übrig. Es wäre begrüßenswert. ●

Summary



KEY FACTS

- Das Niedrigzinsumfeld sowie Diversifikation sind wichtige Argumente für ein Investment in Private Markets.
- Bei Private Markets sind die zukünftig geplanten Zuwachsraten beträchtlich.
- Die Integration und Regularität dieser Anlagen ist nicht trivial.
- Deutsche Investoren werden zukünftig noch weltumspannender investieren, mit allen Chancen und Risiken.

Private-Markets-Anlagen sind mittlerweile fest verankert in den Portfolios deutscher institutioneller Anleger. „Die Private Markets spielen auch in unserem Portfolio eine zunehmend zentrale Rolle“, sagt etwa **Andreas Reichelt** von der Nordrheinischen Ärzteversorgung, für den es im Moment ein großes Thema ist, wie sich die Beimischung von Satellitenthematen aus den Private Markets auf die vorhandenen Portfolios auswirkt. Für **Peter Dombeck** von Novovest ist es bei Private-Markets-Anlagen wichtig, den richtigen Investmentmanager zu finden. Man müsse sich vielleicht sogar noch viel mehr Mühe geben, als bei der Auswahl eines geeigneten Partners auf der liquiden Seite, argumentiert er. Für **Jörg Schomburg** von AXA IM

wiederum lautet eine zentrale Frage bei einem Investment in Private Markets, wie es der Asset Manager schafft, für den Kunden eine angemessene Komplexitäts- sowie Illiquiditätsprämie zu erwirtschaften. **Alex Widmer** von BlackRock beschäftigt intensiv das Thema Renditeerwartungen. „Hier sollte man stets vorsichtig sein“, sagt er und verweist auf die Frage, was der Investor mit der Allokation im Gesamtportfolio erreichen wolle. Und last, but not least, **Frank Dornseifer** vom BAI ist der Überzeugung, dass in drei Jahren der Anteil der alternativen Investments am Gesamtportfolio bei einem typischen Investor rund 25 Prozent betragen wird. Für ihn spielt auch das Thema ESG-Integration eine zunehmend zentrale Rolle. ●